

寄稿

# 世界的なリスクの高まりと日本の針路

～2019年度「金融班」研究活動の成果から～

ふくだ しんいち  
福田 慎一

東京大学大学院経済学研究科教授 「金融班」主査

## 世界的なリスクの高まりと日本の針路

2019年度の世界経済は、各国・地域でおおむね回復基調が続いてきた途上で、新型コロナウイルスの感染拡大が深刻な影響を及ぼした一年であった。新型コロナウイルスの感染拡大は、経済封鎖による人・物の移動の停滞やソーシャルディスタンスなどによる供給サイドへの影響に加え、外出自粛や先行き不透明感などから需要サイドにも大きな影響を及ぼしている。医薬品やワクチンが登場するまでは、新型コロナウイルスの経済への影響は続く可能性が高いという見方も強く、国際通貨基金が今年6月に公表した2020年の世界経済の成長率見通しは前年比4.9%減と、先進国、新興国・途上国が総崩れで景気後退に陥る予測となっている。感染収束や経済回復の先行きは見通しにくい状況にあり、その帰趨によっては世界経済に一段の下押し圧力となることも懸念さ

れる。

日本経済は、財政再建や社会保障改革といった構造問題の本丸に十分に踏み込まず、これまで通りの金融緩和頼みでデフレを脱却するという方向性にも限界がみえつつあり、経済の再構築に向けた検討を行うことが必要となっている。金融政策に関しては、これ以上実験的な取組みを行うことは極めてリスクが高いという指摘は少なくなく、コロナ対応も踏まえて、これまでの手法の有効性や副作用についての学問的な検証が急がれる。構造問題の放置は、日本経済の将来に対する経済主体の悲観的な見通しを通じて、需要面に悪影響を及ぼしている可能性が高く、人口減少社会のなかでいかに少子化を食い止め財政再建や社会保障改革を果たすか、またイノベーションの喚起や生産性の向上を実現していくかは、金融研究者といえども無関心ではいられない極めて重要な課題であり、コロナ後の経済のあるべき



月例研究会の光景

姿を踏まえて、改めて検討が必要とされているといえるだろう。狭い学問的な枠組みにとらわれず、幅広い視点から金融の役割を再検討していかなければ、日本経済に対して有効な処方箋を提供することは困難な状況となっている。

公益財団法人東京経済研究センターと一般財団法人日本経済研究所は、金融の諸問題に関する大学横断的な研究交流・共同研究の場として、我が国トップレベルの金融研究者グループから成る委員会「金融班」を組成し、活発な研究活動を行っている。2019年度は「世界的なリスクの高まりと日本の針路」と題して、金融班委員や外部からの報告者を招いて8回にわたる月例研究会と、海外の研究者も交えて国内外で2回のコンファレンスを実施したほか、金融経済学の立場から日本経済が直面するさまざまな課題や関連する幅広い経済事象について研究報告を行い、そこから得られるインプリケーションについて活発に議論した。本稿では、その成果の一端をご紹介します<sup>1</sup>。

## 金融政策を巡る動向

日本銀行が安定的な2%の物価上昇の実現を目指して異次元の金融緩和を開始してから7年余りが経過した。金融緩和政策の手法や有効性、副作用に関して、学問的な分析や検証が行われている。

金融政策の有効性を向上させ、民間経済主体の期待を適切にコントロールするうえで、市場との対話の重要性が指摘されている。慶田昌之氏（立正大学）<sup>2</sup>は、金融政策のコミュニケーションにおいて言語情報が担う役割について、与えられたテキスト情

報からトピックを分類する機械学習手法である潜在的ディリクレ配分法（latent dirichlet allocation：LDA）を用いて分析した。LDAを用いて裁量性、政策ツール、政策目標という3つのトピックでテキスト情報を分類すると、白川方明前総裁から黒川東彦現総裁への交代期では政策目標のトピックが増加したが、黒田東彦総裁就任以降は政策ツールのトピックが増加していると指摘した。

日本銀行は、長短金利操作付き量的・質的金融緩和を導入して、金融市場調節で長短金利を操作するイールドカーブ・コントロールを実施している。高見澤秀幸氏（中央大学）<sup>3</sup>は、無裁定条件を課さない場合のイールドカーブの期間構造を記述するNelson and Siegelモデル（NSモデル）に関して、無裁定条件を課したときの影響を、ボラティリティーが確率的である場合について検証した。NSモデルをボラティリティーが確率的である場合に拡張しても、無裁定条件の影響は平均的には大きくなりませんが、金利水準が高いときには、無裁定の有無で金利水準などに大きな乖離が生じると指摘した。

家計への信用供与の規模や影響を適切に把握することは、金融政策の目的の1つである金融システムの安定を図るうえでも重要である。櫻川昌哉氏（慶應義塾大学）<sup>4</sup>は、家計への信用供与の規模（対GDP比）と住宅価格の関係について、実証的な分析を行った。短期的には家計の信用供与の増大が住宅価格の上昇を引き起こすが、次第にその影響は弱まり、中期的には住宅価格の低下が予想されると指摘する一方、その背後にあるメカニズムの検証については今後の課題であるとした。

<sup>1</sup> 以下で紹介する研究報告の報告者の所属は、全て報告当時のものである。

<sup>2</sup> “The arts of central bank communication：A topic analysis on words of the bank of Japan’s governors” 2019年9月夏季コンファレンス。

<sup>3</sup> “How arbitrage-free is the Nelson-Siegel model under stochastic volatility?” 2019年6月月例研究会。

<sup>4</sup> “Credit expansion, housing prices, and non-linearity” 2019年8月APEA第15回年次コンファレンス。

不動産市場の動向は、金融システムの安定や金融政策の運営にも影響を及ぼす。吉田二郎氏（ペンシルベニア州立大学）<sup>5</sup>は、日本で空き家が増加している背景について、遺産贈与や住居移動などの観点から検討した。空き家の家主には地方居住の高齢の富裕層が多いという共通の特徴があり、特に子息と同居する自営業の富裕層は、相続税の税制優遇の観点から空き家を手放さない傾向があると指摘した。

## 財政政策を巡る研究のフロンティア

日本では公債残高の増加が続くなか、持続的かつ効率的な財政運営を推進することが必要となっている。

持続可能な財政運営を推進するうえでは、財政緊縮疲れを考慮した実現可能な財政計画の策定と実行が重要である。櫻川昌哉氏（慶應義塾大学）と櫻川幸恵氏（総務省）<sup>6</sup>は、財政緊縮疲れによる政治的な制約を考慮した財政反応関数を用いて、政府の財政予測の実現可能性を検証し、高成長ケースの場合はプライマリーバランスを黒字化する目標が実現するが、ベースラインケースでは実現する可能性が不透明であるという結果を示した。また、金利が上昇した場合の財政の持続可能性なども検討課題であると指摘している。

日本では急速な少子・高齢化を背景として社会保障費が増加しているが、近年はその増加要因が公的年金から公的医療や公的介護へと変化している。宮里尚三氏（日本大学）<sup>7</sup>は、社会保障費の増加に大きな影響を及ぼす公的医療について、世代間格差などの観点から分析を行った。レセプトデータに基づく

医療費の遷移確率を用いたシミュレーションなどの結果から、公的医療保険の opt out 制度（公的医療保険に代わる任意の保険に加入した場合に公的医療保険料の支払いを免除する制度）が社会厚生を低下させるのであれば、世代間格差を是正するためには租税負担の増加や一層の公的年金改革が必要となる可能性を指摘した。

持続可能な財政運営を推進するうえで、安定財源としての消費税の重要性が増している。小巻泰之氏（大阪経済大学）<sup>8</sup>は、日本では消費税増税による異時点間の代替効果が大規模で所得効果が長期化する背景について、欧州の間接税の変更と比較して検討した。日本では、耐久消費財に加えて購入頻度で大宗を占める食料品でも駆け込み需要が生じる一方、欧州では非食料品で税率変更の影響がみられるものの、軽減税率の対象品である食料品の消費は税率変更の影響を大きく受けていない可能性があることを指摘した。また、欧州では税率を一度に2%以上変更すると消費へのマイナス効果が大きくなることを確認した。

公共投資は、経済発展の基盤としての重要な役割と担っているが、財源が限られるなかでコスト対効果を見極めたより効率的な投資が要請されている。塩路悦朗氏（一橋大学）<sup>9</sup>は、公共投資に関する情報を組み込んだ構造ベクトル自己回帰モデル（SVARモデル）を用いて、公共投資がマクロ経済に及ぼす影響を分析した。公共投資に関する情報はGDPを増加させる効果をもたらす、民間需要のクラウディング・アウトが生じないと指摘した。また、労働市場のタイト化を通して、投資財だけではなく消費財も

<sup>5</sup> “Inheritance tax and household mobility : An analysis of empty nests” 2019年7月月例研究会。

<sup>6</sup> “Government’s projection and public debt sustainability” 2019年9月夏季コンファレンス。

<sup>7</sup> “Intergenerational inequality and the opt out policy in public health care” 2019年9月月例研究会。

<sup>8</sup> 「消費税率変更の影響は、なぜ日本では大きくなるのか～欧州諸国との比較」 2019年9月夏季コンファレンス。

<sup>9</sup> “Infrastructure investment news and business cycles : Evidence from the VAR with external instruments” 2019年9月夏季コンファレンス。

含めて広くインフレ効果を及ぼすことを確認した。

## 企業の持続的な成長に向けて

金融政策や財政政策に過度に依存する成長には限界があり、日本経済が持続的に成長していくためには、企業部門が自律的に成長していくことが必要である。

企業投資のメカニズムを理解することは、企業の成長を理解するうえでも重要である。嶋恵一氏（三重大学）<sup>10</sup>は、日本企業のデータを用いて経営者の特性と投資の関係について検証した。経営者の自信過剰は、投資のキャッシュフロー感応度を上昇させ、より保守的な会計方針を採用する企業ほどその傾向が強くなるとの結果を示した。

日本の将来の人口減少が予測されるなか、企業は生産性を高めて持続的に成長を図ることが必要となっている。Jong-Wha Lee氏（高麗大学）<sup>11</sup>は、日本と韓国の産業レベルのデータを用いて、労働者の年齢が労働生産性に及ぼす影響について考察した。日本と韓国の高齢労働者の生産性を産業別で比較すると、資本ストックに占める情報通信関連資本の割合が高い産業の高齢労働者ほど生産性が高いことを確認した。

経済の生産性を高めるためには、個々の企業が生産性を高めるほか、製品やサービスの新陳代謝が図られることも必要である。Robert Dekle氏（南カリフォルニア大学）<sup>12</sup>は、日本の製造業のセンサスデータを利用して、政府支出や外需、全要素生産性などの外的なマクロショック要因による財の数の変

動を動学的一般均衡モデルを用いて分析した。その結果、外需や政府支出の動向は財の数の変動に影響を及ぼす一方、全要素生産性の動向は大きな影響を及ぼさないと指摘した。

障害者基本法第1条では、全ての国民が障害の有無にかかわらず等しく基本的人権を享有するかけがえない個人として尊重されるという理念のもと、障害者の自立及び社会参加の支援等のための施策を総合的かつ計画的に推進することとされている。花崎正晴氏（一橋大学）<sup>13</sup>は、日本企業のデータを用いて、どのような特徴を有する企業が障害者雇用に積極的に取り組んでいるのか、あるいはその取組みと企業パフォーマンスの間にはどのような関係があるのかを検討した。高収益でガバナンスや職場環境が優れ、競争的なセクターに属する大企業ほど障害者雇用に積極的に取り組んでいる傾向が観察されると指摘した。

企業への円滑な資金供給は、成長に向けた投資やリスクへの備えを可能にする。内田浩史氏（神戸大学）<sup>14</sup>は、2011年の東日本大震災により企業の担保資産や銀行の貸出資産の被った損害が、企業の借入能力と企業活動にどのような影響を及ぼしたのかを検討した。企業の担保資産や銀行の貸出資産の価値の毀損は、企業の借入制約に相応の影響を及ぼすことを確認し、銀行の貸出資産の価値の毀損は担保価値の毀損が及ぼす影響と比較してもより長期に大きな影響を及ぼすと指摘した。

<sup>10</sup> “Managerial overconfidence, conservative accounting and corporate investment” 2019年11月月例研究会。

<sup>11</sup> “Aging labor, ICT capital and productivity in Japan and Korea” 2019年12月月例研究会。

<sup>12</sup> “Product dynamics and aggregate shocks : Evidence from Japanese product and firm level data” 2019年5月月例研究会。

<sup>13</sup> 「日本企業の障害者雇用－決定要因と影響に関する分析－」 2019年9月夏季コンファレンス。

<sup>14</sup> “Collateral channel versus bank lending channel : Evidence from a massive earthquake” 2020年3月月例研究会。

## 国際金融・国際貿易の動向と今後の展望

各国間や各地域間の実体経済面の結び付きが強まるなかで、金融市場や貿易の国際的な連動性も高まり、その動向が世界経済に及ぼす影響も大きくなっている。

原油価格の動向は、国内経済のほか新興国経済をはじめとする世界経済にも大きな影響を及ぼす。塩路悦朗氏（一橋大学）<sup>15</sup>は、日本の価格比較サイトなどの情報をもとに、原油の将来の供給見通しの変化がガソリン価格に及ぼす影響を構造型ベクトル自己回帰モデルを用いて検証した。原油相場の変動がガソリン価格に移転するパススルーの速度は速く、ガソリンの価格調整の約70%分は原油相場へのショックがあった日から18日以内に価格に織り込まれると指摘した。

為替レートの変動は、輸入物価などを介して消費者物価や企業物価の動向に影響を及ぼす。佐々木百合氏（明治学院大学）<sup>16</sup>は、為替レートのパススルーを通じた物価の動向を検証した。時変ベクトル自己回帰モデルを用いた分析では、世界金融危機以降、為替レートの物価へのパススルーのレベルが上昇していることを確認した。一方、輸入価格、生産者物価及び消費者物価で比較すると、輸入価格と生産者物価間のパススルーのレベルが低く、それが消費者物価の変化を妨げる1つの要因になっていると指摘した。

世界の基軸通貨である米ドルが外国為替取引に大

きな影響を及ぼすメカニズムは必ずしも明らかとはなっていない。筆者と田中茉莉子氏（武蔵野大学）<sup>17</sup>は、米ドルが外国為替取引の主要な決済通貨である背景について、貨幣サーチ理論の1つであるLagos-Wrightモデルを利用して検討した。米ドルが主要な決済通貨である背景の1つとして、市場参加者の活動時間帯がEUから米国に引き継がれるという地球の自転がもたらす構造のもとで、米国とEUの市場参加者がともに活動できる時間帯が存在し、米国の市場参加者の行動の影響によって、EUの市場参加者も外国為替取引の多くで米ドルを活用していると指摘した。

今後の日本の国内市場の拡大が見込みにくいなか、日本経済が持続的に成長していくためには、輸出や海外拠点などを活用した海外市場の開拓が必要である。原田喜美枝氏（中央大学）<sup>18</sup>は、自由貿易協定（FTA）による輸入関税の削減が東アジア諸国のワインの輸入をどの程度押し上げたかについて、パネルデータを用いて実証的に分析した。輸入関税の削減は瓶詰めワイン、瓶詰めされていないワインとも東アジア諸国への輸入の増加に寄与したことを明らかにした。また、FTAが輸入を増加させる効果は、実行最恵国税率（MFN）が及ぼす効果よりも高いと指摘した。

## 結 び

新型コロナウイルスが経済に及ぼす影響は見通しにくく、先進国を中心とする金融政策のレジーム

<sup>15</sup> “Pass-through of oil supply shocks to domestic gasoline prices : Evidence from daily data” 2019年8月 APEA 第15回年次コンファレンス。

<sup>16</sup> “Exchange rate pass-through on Japanese prices : Import price, producer price, and core CPI” 2019年8月 APEA 第15回年次コンファレンス。

<sup>17</sup> “Economic geography and a theory of international currency : Implications from a random matching model” 2019年9月夏季コンファレンス。

<sup>18</sup> “Tariff reduction and its effects on the international wine trade : A gravity model approach” 2019年8月 APEA 第15回年次コンファレンス。

チェンジや保護主義の台頭をはじめとする外的な不確実性も高まっている。一方、日本の企業経営者や消費者にとっては、人口減少に対応した抜本的な経済社会システムの再構築に踏み出せない我が国の政策運営こそが最大の不確実性であり、投資や消費が伸び悩む原因となっている。2019年度の研究報告から示唆されることは、コロナ後の変化を見極めて、実のある成長戦略や構造改革を着実に進め、マクロとミクロの両面でリスク耐性の高い日本経済を構築していくことではないだろうか。先送りされている

財政再建や社会保障改革の抜本的な改革、大規模な金融緩和からの出口戦略、人口減少下での需要喚起や人材不足など供給面の課題解決を図っていく必要があり、引き続き成長戦略や構造改革を通して、持続可能な経済社会システムを構築していくことは喫緊の課題である。2020年度の金融班も金融経済学の立場から、最新の研究成果について議論を深め、必要な知見の蓄積に貢献することを目指して活動して参りたい。